

PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. TRẦN THỊ THANH TÚ*

Xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu và hướng tới cơ cấu vốn tối ưu là một trong những nội dung quan trọng trong kế hoạch tài chính của bất kỳ doanh nghiệp nào. Việc phân tích định tính và định lượng các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn sẽ giúp cho các doanh nghiệp chủ động đối phó với sự thay đổi của các nhân tố này. Đến lượt mình, cơ cấu vốn lại ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và giá trị của doanh nghiệp. Đặc biệt, đối với các công ty niêm yết, giá cổ phiếu bị tác động mạnh bởi nhiều yếu tố trên thị trường, trong đó, giá trị doanh nghiệp là một trong những yếu tố quan trọng nhất. Bài viết này nghiên cứu mô hình kiểm định các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE), đồng thời kiểm chứng tác động tích cực hay tiêu cực của việc sử dụng đòn bẩy tài chính của các công ty này.

1. Xây dựng mô hình phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN

1.1 Số liệu và lựa chọn biến của mô hình

Số liệu về các chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) theo năm (từ 2005 đến 2008). Bộ số liệu bao gồm hơn 400 quan sát bao gồm các chỉ tiêu tài chính của các công ty niêm yết (CTNY) trong 4 năm.

1.2 Xây dựng mô hình giả định

Lớp mô hình 1: Phân tích các yếu tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp

Những yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp (cơ cấu vốn của doanh nghiệp sẽ được đại diện bằng chỉ tiêu Nợ/Tổng Vốn hoặc Nợ dài hạn/Tổng Vốn)

$DR = F(\text{PoverTR}, \text{FAoverTA}, \text{ER}, \text{ROA}, \text{Di}, \text{Yj})$

$LTDR = G(\text{PoverTR}, \text{FAoverTA}, \text{ER}, \text{ROA}, \text{Di}, \text{Yj})$

Lựa chọn biến		
Tên biến	Giải thích	Quan hệ với biến phụ thuộc
Biến phụ thuộc	Đo lường cơ cấu vốn của các công ty niêm yết	
LTDR	Nợ Dài hạn/(nợ vay ngân hàng dài hạn và phát hành trái phiếu) trên tổng vốn	
DR	Hệ số nợ (bao gồm cả nợ ngắn và dài hạn) trên tổng vốn. Do các CTNY trên HOSE sử dụng nợ dài hạn rất ít nên hệ số này được sử dụng bổ sung cho hệ số Nợ dài hạn/Tổng vốn	
Biến độc lập		
PoverTR	Giá vốn hàng bán/Doanh thu. Các doanh nghiệp kinh doanh ở những ngành nghề khác nhau thì hệ số này rất khác nhau do đặc điểm kinh doanh khác nhau, biến này được sử dụng như biến giả cho rủi ro kinh doanh	+/-
FAoverTA	Tài sản cố định/ Tổng tài sản	+
ER	Vốn chủ sở hữu nhà nước/Tổng vốn	+
Di	Ngành thứ i, i chạy từ 1 đến 11 do các công ty niêm yết được chia thành 11 nhóm ngành	+/-
ROE	Thu nhập sau thuế/Tổng vốn chủ sở hữu	-
Yj	j chạy từ 2005 -2008 để kiểm định xem các năm khác nhau thì hệ số nợ của các CTNY có thay đổi không	+/-

* Đại học Kinh tế Quốc dân

Cả hai biến phụ thuộc là hệ số nợ trên tổng vốn và nợ dài hạn trên tổng vốn đều được kiểm định trong 2 mô hình để phân tích. Nói cách khác, mô hình F sẽ kiểm định xem việc sử dụng nợ dài hạn hay tổng nợ của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi những yếu tố nào, có phù hợp với lý thuyết không, còn mô hình G phân tích những yếu tố tác động đến tỷ số tổng nợ trên tổng vốn của doanh nghiệp. Về lý thuyết, cơ cấu vốn chỉ nghiên cứu các nguồn vốn dài hạn, ổn định của doanh nghiệp, không đề cập đến vốn ngắn hạn. Song, ở VN, các doanh nghiệp sử dụng rất nhiều vốn ngắn hạn, thậm chí lạm dụng vốn ngắn hạn để tài trợ cho dự án dài hạn. Vì vậy, cả hai biến phụ thuộc là hệ số nợ và nợ dài hạn đều được đưa vào mô hình.

Lớp mô hình 2: Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các CTNY

Định lượng mức độ ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp (khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ được đại diện bằng các chỉ tiêu ROE và EPS). Qua đó kiểm tra lại giả thuyết kinh tế: Trong nền kinh tế ổn định thì khi doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ thì các chỉ số ROE và EPS tăng, đòn bẩy tài chính có tác động tích cực.

$$ROE = H(DR, LTDR)$$

$$EPS = K(DR, LTDR)$$

2. Kết quả mô hình

2.1 Kết quả mô hình

Bảng 1. Phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của CTNY trên HOSE

Dependent variable is DOVERTE			
461 observations used for estimation from 1 to 461			
Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	0,25957	0,048479	5,3543[0,000]
POVERTR	0,12757	0,056498	2,2579[0,024]
FAOVERTA	0,089425	0,048317	1,8508[0,065]
ER	0,57820	0,083258	6,9447[0,000]
D4	0,12619	0,039396	3,2032[0,001]
D7	0,15462	0,036687	4,2146[0,000]
PTRY2005	0,14668	0,045691	3,2103[0,001]
PTRY2006	0,10256	0,039447	2,6000[0,010]
OETRY2005	-0,53353	0,18263	-2,9214[0,004]
OETRY2006	-0,47633	0,17379	-2,7409[0,006]
OETRY2007	-0,52596	0,14613	-3,5993[0,000]
R-Squared	0,20253	R-Bar-Squared	0,18481
S.E. of Regression	0,23891	F-stat. F(10,450)	11,4285[0,000]
Mean of Dependent Variable	0,47556	S.D. of Dependent Variable	0,26460
Residual Sum of Squares	25,6843	Equation Log-likelihood	11,4425
Akaike Info. Criterion	0,44253	Schwarz Bayesian Criterion	-22,2912
DW-statistic	2,0493		
Diagnostic Tests			
Test Statistics	LM Version	F Version	
A:Serial Correlation	CHSQ(1)= 0,31170[0,577]	F(1,449)= 0,30379[0,582]	
B:Functional Form	CHSQ(1)= 21,0994[0,000]	F(1,449)=21,5358[0,000]	
C:Normality	CHSQ(2)= 1.113,1[0,000]	Not applicable	
D:Heteroscedasticity	CHSQ(1)= 1,8983[0,168]	F(1,459)=1,8979[0,169]	

2.2 Phân tích kết quả mô hình

2.2.1 Phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn

Hệ số nợ ngắn hạn trung bình của các CTNY trên HOSE là 47%, trong khi đó, hệ số nợ dài hạn trên tổng vốn khoảng 12%. Điều này cho thấy các CTNY trên HOSE, đã dùng một tỷ lệ rất lớn vốn ngắn hạn để tài trợ dự án dài hạn. Do vậy, rủi ro

Bảng 2. Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến ROE của các CTNY trên HOSE

Dependent variable is ROE			
461 observations used for estimation from 1 to 461			
Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	0,11917	0,067211	1,7731[0,077]
DR	0,14469	0,12353	1,1712[0,242]
R-Squared	0,029798	R-Bar-Squared	0,807E-3
S.E. of Regression	0,70106	F-stat. F(1,459)	1,3718[0,242]
Mean of Dependent Variable	0,18798	S.D. of Dependent Variable	0,70135
Residual Sum of Squares	225,5939	Equation Log-likelihood	-489,4012
Akaike Info. Criterion	-491,4012	Schwarz Bayesian Criterion	-495,5346
DW-statistic	1,9985		
Diagnostic Tests			
Test Statistics	LM Version	F Version	
A:Serial Correlation	CHSQ(1)= 0,2094E-3[0,988]	F(1,458)=0,2080E-3[0,988]	
B:Functional Form	CHSQ(1)= 0,85594[0,355]	F(1,458)= 0,85195[0,356]	
C:Normality	CHSQ(2)= 3.540.850[0,000]	Not applicable	
D:Heteroscedasticity	CHSQ(1)= 0,62132[0,431]	F(1,459)= 0,61946[0,432]	

thanh khoản là rất cao.

Hệ số Nợ/Tổng vốn của các CTNY ít thay đổi theo thời gian từ năm 2005 đến 2007 (Các biến Y2005, Y2006, Y2007 không có ảnh hưởng thực sự đến biến DoverTE). Năm 2007, hệ số nợ có giảm nhưng không đáng kể. Tuy nhiên, đến năm 2008, hệ số nợ giảm mạnh do tác động của lạm phát và chi phí lãi vay tăng cao. Đây là một trong những tác động tiêu cực của chính sách tiền tệ trong giai đoạn này ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn vay của các doanh nghiệp nói chung và các CTNY nói riêng.

Các công ty có hệ số vốn chủ sở hữu nhà nước trên tổng vốn tăng thì hệ số nợ càng tăng. Điều này cho thấy, các CTNY trên HOSE, là những công ty có quy mô (vốn nhà nước, tổng tài sản, mức độ vốn hoá) lớn hơn các CTNY trên HNX, khi tỷ lệ vốn chủ sở hữu của Nhà nước lớn sẽ khuyến khích các công ty này vay nợ nhiều hơn để mở rộng đầu tư, sản xuất. Tuy nhiên, việc vay nợ này có hiệu quả hay không còn phụ thuộc vào hiệu quả đầu tư của các dự án. Điều này sẽ được kiểm chứng ở mô hình hồi quy thứ hai.

2.2.2 Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các CTNY trên HOSE

Khả năng sinh lời của các CTNY trên HOSE là khá cao, ROE là 18,4% còn EPS là 3.081 VND/cổ phiếu. So với các loại hình doanh nghiệp khác như SOE hay SME thì đây là kết quả rất đáng khích lệ. Song, kết quả chạy mô hình lại cho thấy giữa cơ cấu vốn và khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các CTNY trên HOSE có mối quan hệ tỷ lệ nghịch.

Từ kết quả chạy mô hình hồi quy, có thể thấy đối với các CTNY trên HOSE, khả năng sinh lời (qua chỉ tiêu ROE) dường như không phụ thuộc vào cơ cấu nợ của các doanh nghiệp (hồi quy với cả chỉ tiêu Nợ/Tổng vốn và Nợ dài hạn/Tổng vốn đều cho kết quả này). Tuy

nhiên, chỉ tiêu EPS thì lại chịu tác động của cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Điều này có thể được giải thích như sau: Chính sách trả cổ tức của các CTNY là một yếu tố ảnh hưởng đến EPS của các công ty này. Công ty sẽ quyết định tỷ lệ giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư và tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt, do vậy, sẽ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Ví dụ, một công ty theo đuổi chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt, sẽ làm giảm lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, do vậy, cơ cấu vốn sẽ hướng sang việc sử dụng nợ hay phát hành thêm cổ phiếu mới.

Khi Nợ/Tổng vốn tăng thêm 1% thì thu nhập trên một cổ phần sẽ giảm xuống 0,49404% và ngược lại (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi). Ảnh hưởng của cơ cấu vốn tới chỉ tiêu này là ngược chiều, điều này có thể giải thích là do các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE hoạt động chưa hiệu quả; khi sử dụng nhiều nợ/tổng vốn, chỉ tiêu EPS vẫn không tăng, thậm chí giảm, có nghĩa là việc sử dụng đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực.

3. Khuyến nghị và kết luận

3.1 Khuyến nghị

Bảng 3. Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến EPS của các CTNY trên HOSE

Dependent variable is EPS			
461 observations used for estimation from 1 to 461			
Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
INPT	3677,0	3,459,410	10,6290[0,000]
DR	-1251,8	6,358,337	-1,9688[0,050]
R-Squared	0,083737	R-Bar-Squared	0,062133
S.E. of Regression	3.608,4	F-stat. F(1,459)	3,8760[0,050]
Mean of Dependent Variable	3.081,7	S.D. of Dependent Variable	3.619,7
Residual Sum of Squares	5,98E+09	Equation Log-likelihood	-4.429,2
Akaike Info. Criterion	-4.431,2	Schwarz Bayesian Criterion	-4.435,3
DW-statistic	1,7586		
Diagnostic Tests			
Test Statistics	LM Version	F Version	
A:Serial Correlation	CHSQ(1)= 6,7682[0,009]	F(1,458)= 6,8243[0,009]	
B:Functional Form	CHSQ(1)= 0,057232[0,811]	F(1,458)= 0,056866[0,812]	
C:Normality	CHSQ(2)= 10.632,2[0,000]	Not applicable	
D:Heteroscedasticity	CHSQ(1)= 0,020345[0,887]	F(1,459)= 0,020258[0,887]	

- Cần giảm hệ số nợ của CTNY trên HOSE.

Có thể nói, các CTNY trên HOSE đều có hệ số nợ khá cao và có xu hướng gia tăng. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ lại có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của các công ty này. Cả phân tích thống kê và kết quả chạy mô hình hồi quy đều cho thấy hệ số nợ có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các CTNY.

Do vậy, trong giai đoạn phân tích (2005-2008), việc sử dụng nợ là bất lợi, do vậy, các CTNY cần xem xét việc giảm nợ để giảm gánh nặng lãi vay trong thời gian tới.

- Cần giảm tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước trên tổng vốn để khuyến khích các CTNY sử dụng nợ.

Có thể thấy, ở hầu hết các CTNY đều có tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước trên tổng vốn khá cao, thấp nhất là nhóm ngành xây dựng và bất động sản là 33% và cao nhất là nhóm ngành công nghệ cũng lên đến 67%. Hiện tượng này cũng giống các CTNY ở Trung Quốc, khi tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước nắm giữ biến động từ 30%-40%, do vậy, quyền can thiệp của Nhà nước (đại diện vốn nhà nước) vẫn có ý nghĩa quyết định đến hoạt động tài chính doanh nghiệp. Phân tích kiểm định bằng mô hình hồi quy ở phần trên cũng cho thấy

ở các CTNY có tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng vốn tỷ lệ nghịch với hệ số nợ. Nếu tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu giảm sẽ khuyến khích các CTNY tăng sử dụng nợ và tận dụng tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. Do vậy, để các CTNY có thể tự chủ trong việc lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu, cần giảm bớt tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại các CTNY.

- Các CTNY cần tính toán và lập kế hoạch cơ cấu vốn để đòn bẩy tài chính phát huy tác động tích cực.

Qua khảo sát các CTNY trên cả HOSE, hầu hết các công ty chưa thực sự quan tâm đến việc xây dựng và lựa chọn một cơ cấu vốn tối ưu. Việc lập kế hoạch quản lý vốn chủ yếu phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng. Việc đa dạng hoá các nguồn vốn bằng cách phát hành trái phiếu hay các công cụ nợ khác chưa được quan tâm. Do vậy, cơ cấu vốn của các công ty không có nhiều phương án để lựa chọn. Đòn bẩy tài chính có tác động tích cực hay tiêu cực hoàn toàn phụ thuộc vào biến động của thị trường, chứ không do công ty chủ động lập kế hoạch trước. Vì thế, trong giai đoạn nền kinh tế suy thoái (năm 2008), việc sử dụng nợ gia tăng làm giảm sút khả năng sinh lời của các công ty; còn trong giai đoạn thị trường chứng khoán phát

triển mạnh (2006-2007), các CTNY càng sử dụng nhiều nợ thì khả năng sinh lợi càng cao.

Chính vì thế, các CTNY cần chủ động lập kế hoạch xây dựng cơ cấu vốn tối ưu trong từng chu kỳ kinh doanh, từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế. Các cơ sở tính toán cơ cấu vốn tối ưu như chi phí vốn, chi phí phát hành cần phải được xem xét đầy đủ, nhằm giúp các CTNY có thể chủ động lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu nhằm gia tăng khả năng sinh lợi, tối đa hoá giá trị cho chủ sở hữu.

3.2 Một số hạn chế và các vấn đề cần nghiên cứu tiếp

Trong mô hình trên, còn một số biến rất có ý nghĩa về lý thuyết, tác động trực tiếp đến cơ cấu vốn, từ đó, tác động đến khả năng sinh lợi của các CTNY. Trong điều kiện chính sách thuế của VN hiện nay, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp gần như là cố định, không có sự khác biệt giữa các ngành nghề kinh doanh khác nhau hay giữa các địa phương khác nhau, do vậy, khi đưa biến thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp vào mô hình sẽ không có nghĩa. Còn một số biến khác (ví dụ như chi phí vay nợ, quy mô doanh nghiệp hay rủi ro kinh doanh) do chưa thu thập đủ số liệu nên tác giả chưa thể đưa vào mô hình nghiên cứu. Tác giả mong muốn các biến số này sẽ được bổ sung nghiên cứu trong thời gian tới.

3.3 Kết luận

Kết quả kiểm định bằng mô hình kinh tế lượng cho thấy, cơ cấu vốn của các CTNY trên thị trường chứng khoán VN bị tác động bởi nhiều nhân tố, đến lượt mình, cơ cấu vốn lại tác động đến khả năng sinh lợi của các công ty. Tuy nhiên, tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lợi là khác nhau giữa các CTNY trên HOSE và HNX. Trong khi các CTNY trên HOSE sử dụng đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực thì các CTNY trên HNX lại tận dụng được tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. Trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng mạnh vào năm 2006-2007, các CTNY tận dụng thặng dư vốn khi phát hành cổ phiếu nên hệ số nợ rất thấp. Nhưng đến năm 2008, khi lạm phát gia tăng, chi phí lãi vay tăng cao thì ngược lại, hệ số nợ của các công ty đều giảm mạnh. Và đến năm 2009, khi nền kinh tế bắt đầu rơi vào tình trạng suy thoái, chính sách cho vay HTLS của Chính phủ lại khuyến khích các CTNY sử dụng nợ nhiều hơn.

Để có thể chủ động xây dựng và lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu, các CTNY cần nhận thức đầy đủ về vai trò cũng như tác động cả tích cực lẫn tiêu cực của đòn bẩy tài chính. Bên cạnh đó, cần giảm

tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại các CTNY nhằm tăng quyền chủ động hơn nữa cho các công ty trong việc lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu. Đây cũng là xu thế chung của các nước đang trong giai đoạn chuyển đổi như Trung Quốc hay các nước Trung Đông, một mặt vừa thúc đẩy các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá thực hiện niêm yết, tạo điều kiện cho thị trường chứng khoán phát triển, mặt khác giúp các CTNY chủ động xây dựng cơ cấu vốn tối ưu để tối đa hoá giá trị cho chủ sở hữu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Atman.E (1968), "Financial Ratio, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance* 23, pp 589-609.
2. M.Aoki, B.Gustaffsson and O.Williamson, Sage Publication, "Capital Structure as Mechanism of Control: a Comparison of Financial Systems", *Journal of Political Economy* 32, pp 234-241.
3. Bolton, Patrick and Scharfstein, David (1996), "Optimal debt structure and number of creditor", *Journal of Political Economy* 24, pp104.
4. Craig,Ben, Richardson, Christophe (1996), "The reduces form as an empirical tool: A cautionary tale from the financial veil", *Economic Review-Federal Reserve Bank of Cleveland*, First Quarter 1996: Vol.32.Iss 1, p.16.
5. Frederick Harris (1994), "Asset Specificity, *Capital Intensity and capital Structure: An Empirical Test*", *Managerial and Decision Economics*, (1986-1988:Nov/Dec 1994,ABI/Inform Research, page 563.
6. Ivo Welch (2004), "Capital Structure and Stock Return", *The Journal of Political Economy*, Chicago, Vol 112, Part 1 p 106-131.
7. Li.Yinin (1986), "A proposal of Ownership reform for China", *People's Daily*, September 26.
8. Liu.Li (1996), "An analysis of Capital Structure of SOEs", *Economic Science*, Vol 56, p 105-109.
9. Perotti, Enrico.C, Spier, Kathryn.E (1993), "Capital Structure as a Bargaining Tool: the role of Leverage in the contract renegotiation", *The American Review Nashville*, Vol 83, Iss.5, p 1131 (11pp).
10. Ha Nguyen Son (2000), *Lessons learnt for Vietnam from Renovation of Chinese SOEs*, Thesis, Vietnam Netherland Project, National Economics University.
11. Rune Stenbacka, Mihkel Tombak (2002), "Investment, Capital Structure, and Complementaries between Debt and New Equity", *Management Science Linthicum: Feb 2002*. Vol 48, p 257-272 (16pp).
12. Trần Thị Thanh Tú (2006), *Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước hiện nay*, Luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân.